

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学号: 13920111150390

UDC _____

厦门大学

硕 士 学 位 论 文

外汇市场压力对中国货币政策

有效性影响研究

The Research of the Impact of Exchange Market Pressure
on the Effectiveness of Chinese Monetary Policy

李 勇

指导教师姓名: 张 光 教授

专 业 名 称: 公共管理 (MPA)

论文提交日期: 2014 年 4 月

论文答辩日期: 2014 年 月

学位授予日期: 2014 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2014 年 4 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。
本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文
中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活
动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)
的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的
资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课
题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特
别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

☆☆☆ ☆☆☆ ☆☆☆ ☆☆☆ ☆☆☆ ☆☆☆ ☆☆☆ ☆☆☆ ☆☆☆ ☆☆☆

论文指导小组:

张 光	教 授
吴亚汝	副书记
范鸿达	副教授

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘要

在过去的十几年中，中国通过大量地吸引外商投资与对外出口，获得了大量的外汇储备，增加了中国的财富总数，提升了中国在国际上的话语权。但是，外汇储备的增加不仅对央行外汇管理的能力提出了新的要求，更重要的是对中国的货币政策产生了很大的影响，削弱了央行货币政策的独立性与有效性。我们可以看到，外汇的大量流入，使得央行被动发行了大量货币，给货币市场直接提供了大量的基础货币供应与流动性。以上这些都使得中国的货币政策的制定、实施、效果都与常规条件下有所不同，且与其他国家，包括其他新兴经济体有所不同。首先，大量的外汇流入，降低了央行主动调节市场货币供给的能力，其次，央行又必须控制物价，避免发生恶性的通货膨胀，引发社会不稳定因素，再次，美国等国家将国内失业率的攀升归咎于人民币汇率的低估，造成了国际社会人民币升值的呼声，带来了人民币的升值压力，而人民币的单边升值趋势又引发了国际游资的大量涌入，从而带来恶性循环。因此，分析外汇压力对货币政策有效性的影响原因、途径与结果，对如何选择好中国的货币政策，使得中国经济能够稳定健康地发展具有重要的现实意义。本文探讨了中国外汇市场压力的现状，目前中国的主要货币政策工具，以及目前货币政策的现状，通过利用从 2001 年至今的相关经济数据，构建了适合中国的用以衡量外汇市场压力指标（Exchange Market Pressure,EMP），以及用以量化货币政策有效性的指标（Coefficient of Effectiveness,CE），通过统计学的方法，对外汇市场压力对中国货币政策有效性的影响进行了深入分析，并且建立了一个具体的回归模型来量化这种影响。最后，本文结合中国货币政策与外部因素的实际情况，对未来货币政策的选择提出了三点建议，希望能够帮助政策决定者更加合理地制定我国未来的货币政策措施。

关键词：外汇市场压力；货币政策；实证分析

Abstract

During the past decade, with attracting substantial foreign investment as well as a large number of exportation, China has obtained a lot of foreign exchange reserves, which helps to increase its total wealth and enhance China's voice in the world. However, the increasing of foreign exchange reserves of the central bank not only puts forward new requirements on the foreign exchange management, but also has a great influence on the Chinese monetary policy, which is reflected by the weakening of the independence and effectiveness of monetary policy. We can see that large inflows of foreign exchange, making the central bank passively issue a large number of currencies, which will result in an increasing number of base money supply and liquidity in China's monetary market. All the factors above have made the development of China's monetary policy as well as its implementation are different from the situation when carried out under conventional conditions, and also different from other countries, including other emerging economies. First of all, a lot of foreign exchange inflows reduce the ability of central bank's initiative to regulate the money supply. Secondly, the central bank must control prices and avoid vicious inflation, which may cause social instability. Thirdly, the United States and other countries blamed the rising national unemployment rate on the undervalue of RMB exchange rate, and calls for the appreciation of the RMB, which has brought pressure on the RMB appreciation; however unilateral RMB appreciation trend has led to the influx of international hot money; All of these result in a vicious cycle of China's currency market. Therefore, analyzing the reason, approach and results of the influence of foreign exchange on the effectiveness of monetary policy has a very practical significance in how to choose a good Chinese monetary policy, which will lead the Chinese economy to a stable and healthy development. This paper has discussed the current situation of Chinese EMP, and its existing monetary policy tool. Through the use of relevant economic data from 2001, this essay creates an index (EMP) to measure China's foreign exchange market pressure, and constructs an indicator to quantify the effectiveness of monetary policy, analyses the impact of the

foreign exchange market pressures on the effectiveness of China's monetary policy by statistical methods, and establish a specific regression model to quantify the impact. Finally, thinking of the actual situation of China's monetary policy and its external factors this essay put forward three suggestions on the future monetary policy options which can help policy makers to formulate a much suitable future monetary policy for Chinese market.

Key words:Exchange Market Pressure; Monetary Policy; Empirical Analysis

目录

一、前言.....	1
二、前人的研究成果	4
三、中国外汇市场压力的现状	7
(一) 外汇市场压力的概念及其发展	7
(二) 我国外汇市场压力情况	8
(三) 美联储量化宽松政策对中国的影响	9
四、中国现有货币政策工具	13
(一) 公开市场业务	13
(二) 存款准备金	13
(三) 中央银行贷款与再贴现	14
(四) 利率政策	15
(五) 常备借贷便利	16
五、中国货币政策的现状探讨	18
(一) 货币政策的传导机制	18
(二) 外汇市场压力对中国货币政策的影响机理	20
(三) 面对外汇压力中央银行的调控手段探讨	22
六、外汇市场压力对货币政策有效性影响的实证分析.....	24
(一) 外汇市场压力的度量	24
(二) 货币政策有效性的度量	25
(三) 实证分析的基本原理与基础数据	26
(四) 实证分析的过程表示	41
(五) 实证分析的结果描述	45
七、结论与建议	47
参考文献.....	50
附录.....	51
致谢.....	59

CONTENTS

1、 Introduction.....	1
2、 Previous Research Result	4
3、 Current Situation of Chinese Exchange Market Pressure (E M P)	7
3.1、 Concept and Development of EMP	7
3.2、 Discussion of EMP in China.....	8
3.3、 The Influence of American Quantitative Easing.....	9
4、 Chinese Existing Monetary Policy Tools.....	13
4.1、 Open Market Operation	13
4.2、 Bank Reserves.....	13
4.3、 Central Bank Loan and Rediscount	14
4.4、 Interest Rate Policy	15
4.5、 Standing Lending Facility.....	16
5、 Discussion of Chinese Current Monetary Policy	18
5.1、 The Transmission Mechanism of Monetary Policy	18
5.2、 The Impact Mechanism of EMP on Chinese Monetary Policy	20
5.4、 Discussion of Central Bank’ s Control Measure Under EMP.....	22
6、 Emperical Analysis of the impact of EMP on the Effectiveness of Monetary Policy	24
6.1、 Measurement of EMP	24
6.2、 Measurement of the Effectiveness of Monetary Policy	25
6.3、 Fundamental Principles and Basical Datas of Experimental Analysis	26
6.4、 Process of Experimental Analysis.....	41
6.5、 Result of Experimental Analysis.....	45
7、 Conclusions.....	47
Reference.....	50
Appendix.....	511
Ackonwledgements	59

一、前言

货币政策是在市场经济条件下政府调节经济运行的两大手段之一，是中央银行通过银行体系变动货币供给量来调节总需求的政策。多年来，学者们普遍认为，稳定物价、充分就业、促进经济增长和平衡国际收支是中央银行货币政策的最终目标。但是经济学理论证明这些目标之间却又是存在一定的矛盾关系，四个目标不可能同时实现，因此，在实践过程中，不同的国家会根据经济的阶段性运行特点，适时地改变货币政策目标，来达到经济的平稳运行。从新中国成立以来，我国的货币政策目标根据不同的阶段有所不同。

1978 年改革开放以后，我国的宏观经济运行主要表现为两个基本特征：一是经济保持较快增长，二是通货膨胀水平严重（1978-1998 年），物价上涨较快。这发生在我国由计划经济向市场经济转轨的过程中，特别是我们在各种宏观调控手段都不完善的情况下是正常现象，因此，控制通货膨胀率和经济波动成为宏观经济管理的主要目标。在那段时间里，中国货币政策的最终目标在“经济增长”和“稳定货币”之间权衡。在改革开放后相当长的一段时间内，既保持经济增长、又保持物价稳定的“双重目标论”一直占主要地位。但随着改革实践的不断深入，我们认识到发展经济和稳定货币的双重目标并不是一定可以统一的，在这种情况下货币政策往往会被被动地表现为松紧交替，而且央行调控的力度与时机都难以把握，这样一来的结果是稳定物价与促进经济平稳增长的目标都无法实现。在这种情况下，伴随着改革的不断深入以及政策制度的不断完善，1993 年国务院颁布的《国务院关于金融体制改革的决定》中明确指出：“人民银行货币政策的最终目标是保持货币的稳定，并以此促进经济增长。”1995 年通过的《中国人民银行法》第 3 条明确规定“中国人民银行的货币政策目标是‘保持货币币值稳定，并以此促进经济增长。’”从此以后，既保持经济快速增长又保持物价稳定的双重目标论退出了历史舞台。

第十一届三中全会确定了改革开放的经济政策，中国的大门从此向世界打开，中国的经济开始迎来腾飞。特别是进入 21 世纪以来，随着中国开放程度的不断深入和加强，中国的经济增长开始加速。但是外向型经济无法逃避国际收支的现实。在这个过程中，中国制造业、加工业的快速发展带来了出口的大规

模增长，以及外商直接投资(FDI)规模的迅速增长和热钱的涌入，带来了中国外汇储备的迅速增加。2006年10月，中国的外汇储备首次达到1万亿美元大关，但是仅仅过了6年半，到2013年末中国的外汇储备规模已经达到了3.82万亿美元，居世界第一。

外汇储备的增加一方面表明我们国家的财富积累达到了一定的程度，国家生活较之从前更加富裕，但同时也给我们对外汇储备的管理起了更高的要求，更重要的是，大量外汇的涌入将迫使央行发行更多的货币来对冲外汇占款，由此将直接增加我国的基础货币供应量，同时再经过经济理论上货币乘数的放大效应影响后，我国的货币供应量将得到更大程度的增加。在这种情况下，央行不得不提高市场指导利率来收紧市场资金控制流动性，并通过人民币升值来减少外汇占款的压力，而这又将使得国际资金为了寻求收益而奔向中国，于是更多的资金进来了，央行的货币政策将变得更加被动，其有效性将被大打折扣。

以上这些，都可以被我国的货币供应量数据加以证实。

截止2013年12月31日，人民币广义货币供应量M2规模已经达到110.65万亿元人民币，远高于同期按照人民币汇率折算的美元货币供应量66.91万亿元人民币。

表 1：中美货币供应量对比

单位：万亿

年份	中国外汇储备	人民币 M2	美元 M2
2001-12-31	2121.65	15.83	45.00
2002-12-31	2864.07	18.50	47.78
2003-12-31	4032.51	22.12	50.22
2004-12-31	6099.32	25.32	53.12
2005-12-31	8188.72	29.88	53.88
2006-12-31	10663.44	34.56	55.18
2007-12-31	15282.49	40.34	54.61
2008-12-31	19460.30	47.52	55.98
2009-12-31	23991.52	60.62	58.10
2010-12-31	28473.38	72.59	58.15
2011-12-31	31811.48	85.16	61.00
2012-12-31	33115.89	97.41	65.36
2013-12-31	38213.15	110.65	66.91

注：外汇储备单位为万亿美元；货币供应量单位为万亿元人民币。

数据来源：国家外汇管理局网站 <http://www.safe.gov.cn> 数据库，路透 EIKON 系统数据库。

货币政策有效性就是指中央银行所制定的货币政策是否能够在特定的经济金融环境下,运用特定的政策工具与政策手段,通过特定的货币政策传导机制,来引导社会资金的合理流动,提高资源配置的有效性,实现其预定的调控目标。

外汇市场压力对货币政策有效性的影响从2008年全球金融危机中也可见一斑。当时由于全球投资市场风险因素增加,美国国债成了国际资金的香饽饽,全球游资开始从世界各地流向美国,中国自然也在其中。由于市场流动性的突然收紧,中国迎来了资本市场的冬天,股票下跌、楼价下跌,CPI一度保持在负数水平。在此情况下,中国政策紧急拿出四万亿元人民币救市,迅速投降各个项目当中。结果,美国突然推出量化宽松政策,市场上美元资金又开始宽裕起来。结果就是带来了中国房地产的一轮暴涨,CPI一度窜上6%的水平,中国政府于是又开始调控楼市,收紧资金。由此可以看到,在全球化的大背景下,外汇市场压力的变化,对中国货币政策的影响已经可见一斑,这种影响到底如何,值得我们加以研究分析,从而可以帮助政府制定出更加合理的货币政策,以避免经济的大幅波动,保证中国经济又好又快发展。

二、前人的研究成果

国内外的学者们通过不同方法，针对外汇市场压力及其对货币政策有效性的影响问题，运用理论与实证分析等方式进行了大量的研究。

外汇市场压力(Exchange Market Pressure, EMP)的概念最早由 Girton 和 Roper 于 1977 年提出，一直以来被学术界认为是对一国货币外部失衡程度的良好测度。在此基础上，Weymark 于 1995 年通过对外汇市场压力的进一步研究，进一步阐述了外汇市场压力的内涵，他用一国货币的汇率变动率来解释外部对该货币的需求，进一步地提高了外汇市场的压力的应用，并且提出了对外汇市场压力的一般性定义。在此以后，国内外学者对外汇市场压力这一理论与实践进行了大量研究，研究内容主要为外汇市场压力的定义与测度、外汇市场压力与货币政策之间的相互关系以及利用 EMP 指数识别货币危机几个方面。至于外汇市场压力的具体测度，目前学术界主要有模型依赖法和非模型依赖法测度两种方式。

用模型依赖法测度 EMP 指数所使用的模型主要有以下几种：第一种是 Girton 和 Roper 的相互依存的两个大国货币分析模型 (简记为 G-R 模型)。该模型通过国际收支平衡的思路建立了一个适用于所有汇率制度的两国货币模型，通过外汇储备和汇率变化率的相加来表示外汇市场压力指数。第二种是由学者 Roper 和 Turnovsky 二人于 1980 年提出的 IS-LM 模型(简记为 R-T 模型)。该模型在一般的开放经济 IS-LM 模型中引入了一个随机变量，该模型与前者最大的不同就是设立了一个政策反应函数。Weymark 于 1995 年再次指出了前述模型的缺陷，首次给出了非模型依赖的外汇市场压力一般性定义，建立了 IS-LM-AS 模型，并以此为基础构建了适用于不同结构模型的 EMP 指数。之后她又根据 EMP 的一般性定义推导了 EMP 指数和外汇市场干预指数估算式，以使得用于测度外汇市场压力和外汇干预程度的一般分析框架变得完整，在此称之为外汇市场压力测度的第三种模型。

在广大学者的实证研究分析中，由于许多发展中国家的利率结构尚未市场化，使得对于利率的考量只能使用一些替代性指标加以平价，从而影响了测度

Degree papers are in the “[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)”. Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库